

مجلّة الواحات للبحوث والدراسات
ردمد 7163 -1112 العدد 13 (2011) : 64 - 77
http://elwahat.univ-ghardaia.dz

المتغيرات المالية المحددة لفاعلية قرار استخدام الديون كمصدر مالي في المؤسسة

عبد المجيد تيماوي
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير المركز الجامعي غرداية
غرداية ص ب 455 غرداية 47000 ,الجزائر

مقدمة:

تشتمل الإدارة المالية بأية مؤسسة على ثلاثة جوانب هي تقدير الاحتياجات المالية، تدبير الأموال المطلوبة واستخدام الأموال بما يحقق أهداف المؤسسة. ويعتبر اتخاذ القرارات التمويلية في المؤسسات من بين الوظائف الأساسية كونه يتعلق بتحديد هيكل التمويل الأمثل، أي مزيج التمويل الذي يخفض تكلفة رأس المال إلى حدها الأدنى.

ويقتضي تدبير الأموال المطلوبة تحديد مصادرها سواء عن طريق الملكية أو الدائنية وبأقل تكلفة ممكنة، من ثم توجيهها إلى الاستخدام الأمثل بما يحقق أكبر إيراد ممكن يسمح بسداد الالتزامات في مواعيدها. وتتنوع مصادر الحصول على الاحتياجات المالية بين المصادر الداخلية والخارجية واختيار المزيج منها مع مراعاة:

- **التكاليف النسبية لكل من التمويل الذاتي والتمويل الائتماني؛**
- **الخطر الذي تتحمله المؤسسة بالنسبة لكل مصدر؛**
- **إمكانية الحصول على الأموال من كل مصدر.**

فوجود قيود السوق غير التام مثل تكاليف الإصدار للأسهم والسندات، الضرائب على دخل المؤسسة والمستثمرين، تكاليف الإفلاس والوكالة وعدم تماثل المعلومات من شأنه التأثير على القرارات التمويلية. لذلك نجد استخدام المؤسسات للديون كمصدر للديون

يرتبط بنمط العلاقة بين تكلفة الحصول على الأموال من مصادر التمويل الخارجية ومعدل العائد على الأموال المستثمرة الأمر الذي يتيح للمؤسسة فرصة أفضل للنمو مع انخفاض المخاطر المالية ومخاطر الأعمال التي تتعرض لها، ومن ثم يشترط الاعتماد على الديون عند الحد الأدنى الذي لا يؤثر فيه على فاعلية رأس المال وحق الملكية كمصدر مالي. ومن هنا يمكن إثارة الإشكالية التالية : ما هي المتغيرات المالية المحددة لفاعلية استخدام الديون كمصدر مالي في المؤسسات وما أثرها على قرارات التمويل المتخذة؟

لذلك ومن خلال هذه الورقة البحثية سنحاول دراسة المتغيرات المالية المؤثرة على قرارات التمويل المتخذة من طرف الإدارة المالية على مستوى المؤسسة في ثلاثة محاور.

الكلمات المفتاحية: المتغيرات المالية ، تكلفة التمويل، الرفع المالي، الوفر الضريبي، تكلفة الوكالة، تكلفة الإفلاس،...

المحور الأول: الوفورات الضريبية.

إن التشريعات الضريبية تسمح بخصم فوائد القروض من الدخل الخاضع للضريبة مما يسمح بزيادة الربح بعد الضرائب المتاح لحملة الأسهم ومن ثم يعتبر الخصم الضريبي حافزا على زيادة استخدام الرافعة المالية(القروض) في المؤسسة.

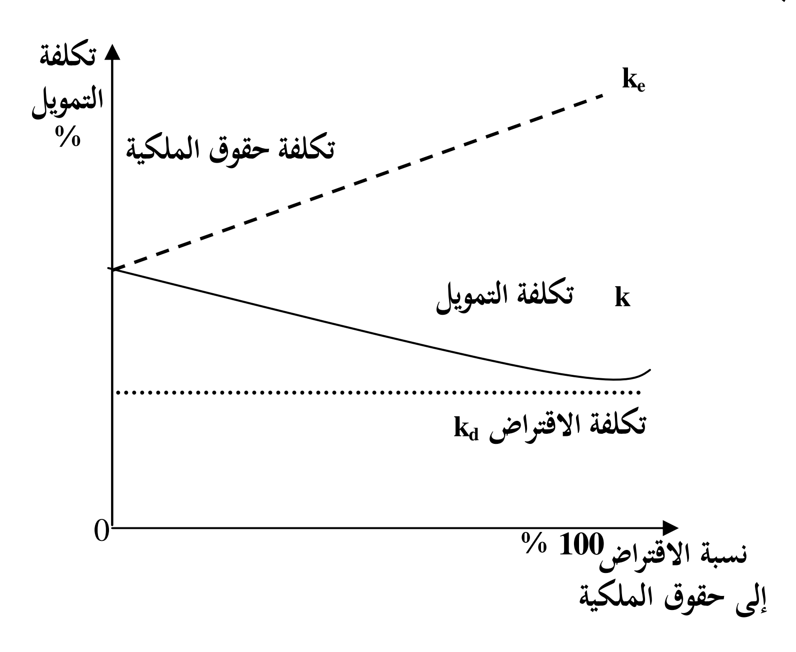
ويعتبر نموذج مودجلياني وميلر *MM* 1963 الأساس الذي بني عليه هذا المدخل، حيث يفترض أن القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة في ظل خضوع دخلها للضريبة تزيد عن القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة غير مقترضة بما يعادل القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض. أما إذا ارتفع هذا الفرق عن القيمة الحالية للوفورات الضريبية فأنه يمكن من خلال عملية المراجحة إعادة التوازن بين قيمة المؤسستين.[1]

كما أن تكلفة حقوق الملكية للمؤسسة المقترضة تساوي تكلفة حقوق الملكية لمؤسسة غير مقترضة تنتمي لنفس طبقة الخطر مضافا إليها بدل مخاطرة يعتمد على الفرق بين تكلفة حقوق الملكية للمؤسسة غير المقترضة وتكلفة القروض وعلى نسبة القروض إلى حقوق الملكية ومعدل الضريبة على دخل المؤسسة[2].

لذلك يمكن للمؤسسة تعظيم قيمتها السوقية بزيادة نسبة الأموال المقترضة بهيكلها التمويلي إلى أقصى حد ممكن حيث سيتناقص المتوسط المرجح لتكلفة الأموال.

ويمكن التعبير عن ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (01): العلاقة بين تكلفة التمويل والرفع المالي في حالة وجود الضرائب[3].



غير أنه ومن جهة أخرى قدم ميلر سنة 1877 نموذجا للهيكل التمويلي للمؤسسة أثار كثيرا من الجدل حول تأثير أو عدم تأثير الهيكل التمويلي على قيمة المؤسسة ، حيث توصل إلى أنه في حالة التوازن العام وفي ظل خضوع المستثمرين للضريبة على الدخل بجانب الضريبة على دخل المؤسسة تصبح القرارات التمويلية سواء ولن يكون هناك أي تأثير للهيكل التمويلي على قيمة المؤسسة ومن ثم تعتبر القيمة السوقية للمؤسسة مستقلة تماما عن هيكلها التمويلي. وقد أسس ميلر تحليله على الافتراضات التالية[4]:

– عدم وجود تكلفة إصدار أو تكلفة معاملات، كما أن جميع الديون خالية من الخطر؛

– ضآلة تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة حتى في حالة السندات الخطرة بالمقارنة بالوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض؛

– معدل الضريبة الشخصية على دخل حملة الأسهم يمكن أن يساوي صفر إذا ما قامت المؤسسة باحتجاز الأرباح المحققة ولم تجر أية توزيعات وإذا لم يقم حملة الأسهم العادية ببيعها وبالتالي لن تتحقق أرباح رأسمالية فعلية تخضع للضريبة؛

– استمرار المؤسسات بإصدار المزيد من السندات تغطي الطلب المحتمل من قبل المستثمرين المعفى دخولهم من الضريبة الشخصية على الدخل ، وكذا الذين يخضعون للضريبة على الدخل بمعدل يقل عن معدل الضريبة على دخل المؤسسات لما لذلك من أثر إيجابي على القيمة الحالية للوفورات الضريبية ومن ثم على قيمة المؤسسة حتى تتحقق حالة التوازن العام في سوق رأس المال، أي الحالة التي تصل فيها المؤسسات إلى المستثمر الحدي الذي يتساوى معدل الضريبة على دخله من السندات مع معدل الضريبة على دخل المؤسسة والتي تنعدم عندها القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض.

ووفقا لنموذج ميلر تحسب الوفورات الضريبية بالعلاقة التالية:

القيمة الحالية للوفورات الضريبية = $\left(1-\frac{(1-ض)\times(1-ض^{*})}{(1-ض^{**})}\right)\times ر$ **(01)…………**

حيث:

ض: معدل الضريبة على دخل المؤسسة؛

ض*: معدل الضريبة على دخل حملة الأسهم (التوزيعات +الأرباح الرأسمالية)؛

ض**: معدل الضريبة على دخل حملة السندات؛

ر: حجم القروض.

وقد توصل ميلر من العلاقة السابقة إلى الاستنتاجات التالية[5]:

1– تنعدم القيمة الحالية للوفورات الضريبية في حالة عدم وجود ضرائب وبالتالي سوف تتساوى القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة مع القيمة السوقية للمؤسسة غير المقترضة، مما يعني أن قيمة المؤسسة مستقلة تماما عن هيكلها التمويلي *MM*1958؛

2- في حالة وجود ضرائب على دخل المؤسسة فقط، فإن القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض تبلغ القيمة (ر×ض). وبالتالي القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة تساوي القيمة السوقية للمؤسسة غير المقترضة مضافا إليها القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض *MM*1963؛

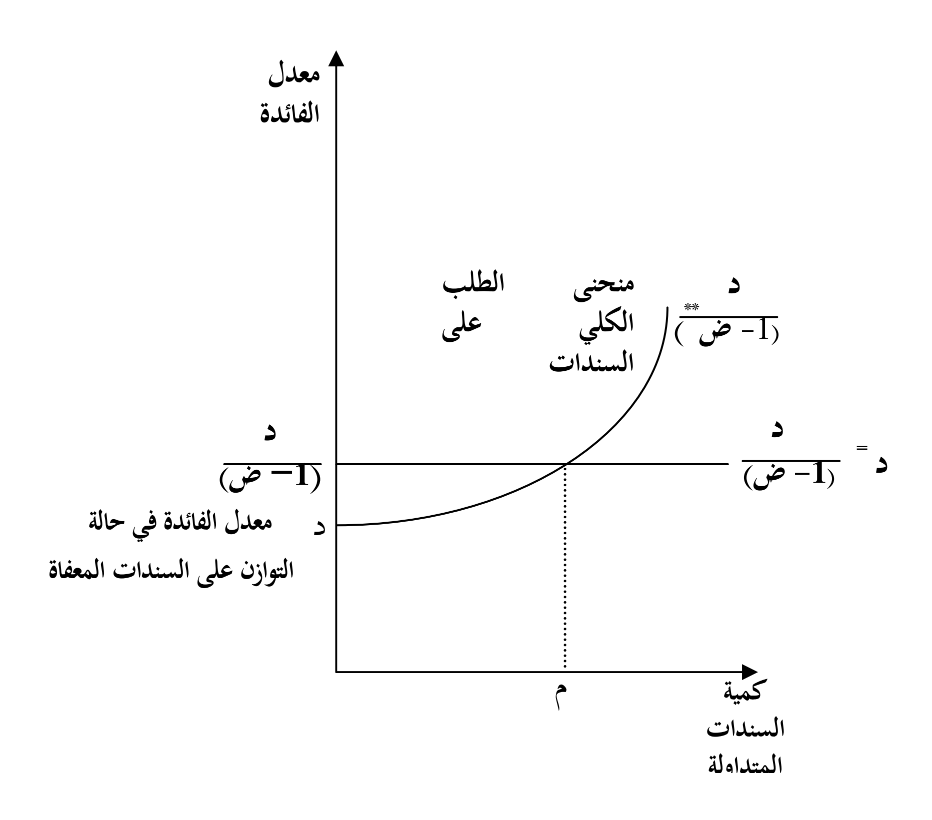
3- إذا خضع الدخل الشخصي للمستثمر للضريبة، معدل الضريبة الشخصية على دخل الأسهم مساويا لمعدل الضريبة الشخصية على دخل السندات (ض*=ض**) فإن القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض تساوي القيمة (ر×ض) *MM*1963؛

4- إذا كان معدل الضريبة الشخصية على دخل السندات أكبر من معدل الضريبة الشخصية على دخل الأسهم (ض** > ض*)، فإن القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض تصبح أقل من القيمة (ر×ض). وكلما زاد الفرق بين ض** و ض*، كلما اقتربت القيمة الحالية للوفورات الضريبية إلى الصفر. وقد تتحول إلى قيمة سالبة وعلى ذلك فإن المؤسسة في ظل الضريبة التصاعدية قد تستطيع تحقيق وفورات ضريبية عن طريق المزيد من الاقتراض طالما أن القيمة (1–ض)×(1–ض*) أكبر من القيمة (1–ض**)؛

5- إذا أصبحت القيمة (1–ض**) مساوية للقيمة (1–ض)×(1–ض*) ، فإن القيمة الحالية للوفورات الضريبية سوف تنعدم. وفي هذه الحالة تصبح القرارات التمويلية سواء ولن يكون هناك أي تأثير للهيكل التمويلي على قيمة المؤسسة ، وهي حالة التوازن التي يتحقق عندها أكبر قيمة حالية للوفورات الضريبية وأقصى قيمة سوقية على المستوى الكلي، وبعدها لا تستطيع أية مؤسسة فردية أن تحقق مزيد من الوفورات الضريبية وبالتالي زيادة قيمتها السوقية.

وبالتالي وبسبب الضريبة الشخصية على دخل المستثمرين لا يكون للهيكل التمويلي في حالة التوازن أي تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة حتى في ظل خضوع دخل المؤسسة للضريبة. ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (02): توازن سوق السندات في ظل تحليل ميلر[6]



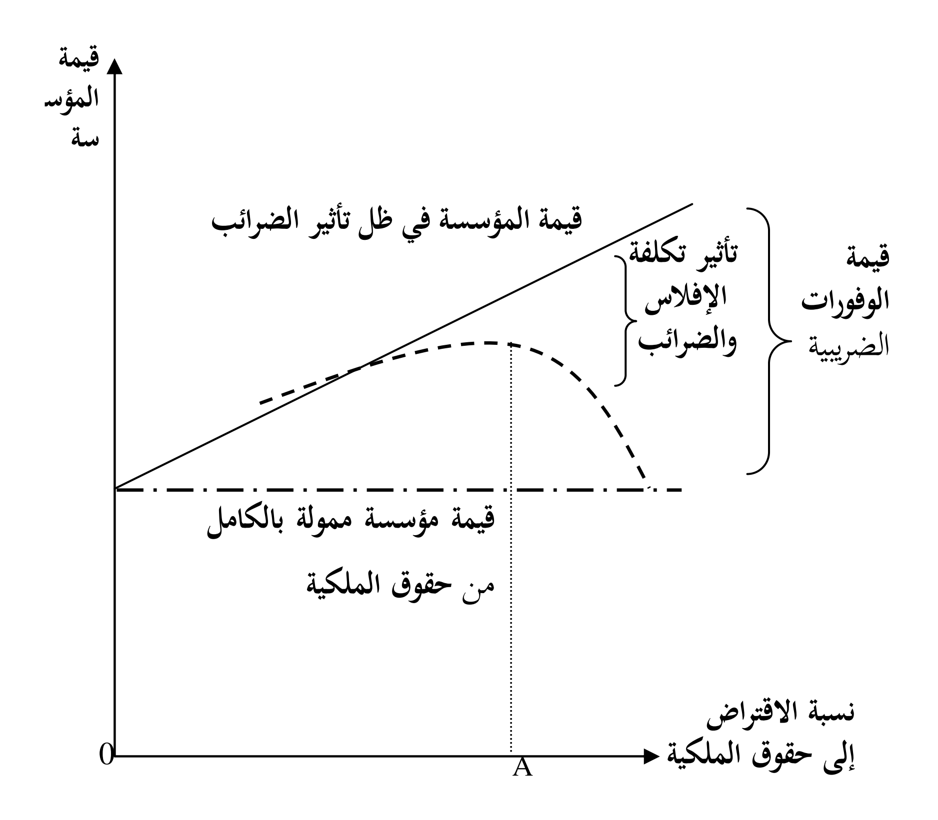
المحور الثاني: تكلفة الإفلاس.

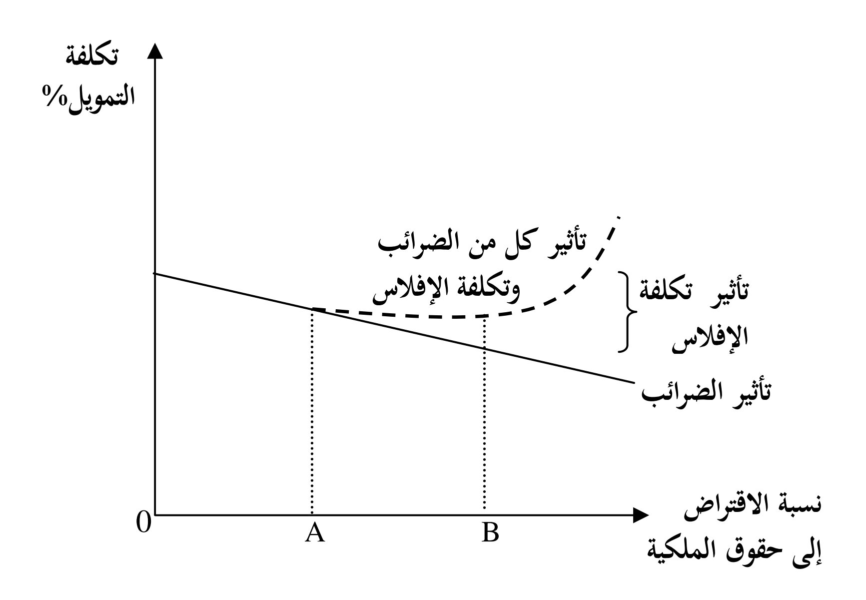
إن تزايد نسبة القروض بالهيكل التمويلي قد يؤدي إلى زيادة مخاطر الإفلاس نتيجة تزايد المخاطر المالية المتمثلة في عدم القدرة على سداد فوائد وأقساط القروض عند استحقاقها مما يؤثر عكسيا على تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة، إذ يترتب على زيادة مخاطر الإفلاس زيادة معدل العائد الذي يطلبه كل من حملة الأسهم وحملة السندات ، كما أن حدوث الإفلاس ذاته يترتب عليه بعض التكاليف تعرف بتكاليف الإفلاس تؤثر على التدفقات النقدية المتوقعة وبالتالي على قيمة المؤسسة.

وبذلك فإن زيادة نسبة الأموال المقترضة بالهيكل التمويلي يترتب عليها أثرين متضادين على تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة، حيث يؤدي زيادة نسبة القروض إلى تخفيض تكلفة الأموال (أو زيادة التدفقات النقدية) بسبب الوفورات الضريبية ومن ثم زيادة قيمة المؤسسة. ومن ناحية أخرى يترتب على زيادة نسبة الاقتراض تزايد احتمال الإفلاس

وما يصاحبه من تكاليف مما يؤدي إلى زيادة تكلفة الأموال ومن ثم انخفاض قيمة المؤسسة. وفي ضوء ذلك يتحدد الهيكل التمويلي الأمثل بالموازنة بين القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض وبين القيمة الحالية للتكلفة المتوقعة عن الإفلاس.[7] ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (03): التأثير المشترك للضرائب وتكلفة الإفلاس على كل من تكلفة التمويل وقيمة المؤسسة[8]





ويمكن التمييز بين نوعين من تكاليف الإفلاس، التكاليف المباشرة والمتمثلة في المبالغ النقدية المطلوب دفعها لطرف ثالث خلاف المساهمين والدائنين مثل المصفين، المحامين، المحاسبين، الرسوم القضائية،...الخ والتي يتم خصمها من حصيلة تصفية أصول المؤسسة في حالة تصفيتها أو من قيمة أوراقها المالية في السوق المالي إذا تم إعادة تنظيمها. والتكاليف غير المباشرة والمتمثلة في تكلفة الفرصة المضاعة (الأرباح المفقودة، ارتفاع تكاليف الحصول على ائتمان جديد، فقدان المؤسسة لكبار المديرين والعمال الأساسيين، الوقت المستغرق في التفاوض مع الدائنين ، الفرص الاستثمارية المتاحة التي كان يمكن الارتباط بها...الخ)[9].

ومن خلال التحليل السابق يمكن الوصول إلى النتائج التالية[10]:

– تحتفظ المؤسسة بهيكل تمويلي مستهدف يؤدي إلى تعظيم قيمتها؛

– يتوقع أن تعتمد المؤسسات ذات مخاطر الأعمال المرتفعة بدرجة أقل على الديون مقارنة بالمؤسسات ذات مخاطر الأعمال المنخفضة قبل أن تتعادل التكاليف المتوقعة للإفلاس مع الوفورات الضريبية للاقتراض، لأن زيادة تغير الأرباح قد تؤدي إلى زيادة احتمال الإفلاس عند أي مستوى للديون وبالتالي زيادة التكاليف المتوقعة للإفلاس؛

– يتوقع أن تعتمد المؤسسات ذات معدلات الضريبة الحدية المرتفعة (المؤسسات عالية الربحية) على مزيد من الديون بهياكلها التمويلية مقارنة بالمؤسسات ذات معدلات الضريبة الحدية المنخفضة قبل أن تتعادل التكاليف المتوقعة الإفلاس مع الوفورات الضريبية للاقتراض بسبب الوفورات الضريبية الإضافية المتاحة للمؤسسات عالية الربحية؛

– يتوقع أن تتشابه الهياكل التمويلية للمؤسسات التي تنتمي إلى نفس الصناعة النوعية لأنها قد تتشابه من حيث الأصول ومخاطر الأعمال والربحية؛

– يتوقع أن تعتمد المؤسسات ذات الأصول الملموسة على مزيد من الاقتراض بالمقارنة بالمؤسسات ذات الأصول غير الملموسة، لأن الأصول غير الملموسة يتوقع أن تفقد قيمتها عند وقوع الإفلاس مقارنة بالأصول الملموسة.

المحور الثالث: تكلفة الوكالة.

عادة ما يعمل مديرو المؤسسات لصالح المساهمين أو يتصرفون كما لو أنهم كانوا الملاك الوحيدين للأسهم، لذلك ليس بالضرورة أن يتسق هدف أقصى قيمة لأسهم وسندات المؤسسة مع هدف تحقيق أقصى قيمة سوقية للسهم. لأن إدارة المؤسسة يمكنها القيام بما يلي:

– اتخاذ قرارات استثمارية من شأنها تغيير المخاطرة التي تتعرض لها ديونها الحالية؛

– اتخاذ قرارات تمويلية من شأنها تقليل درجة أولوية ديونها الحالية بالنسبة للمصادر الجديدة التي حصلت منها على التمويل الجديد.

أ- بالنسبة للقرارات الاستثمارية: فإذا قامت المؤسسة بإصدار سندات لتمويل استثمار معين حيث تم إعلام الدائنين بهذا الاستثمار المنخفض درجة المخاطرة (التي على أساسها تم تسعير هذه السندات). إلا أن الإدارة استخدمت الأموال في تمويل استثمار آخر أكثر مخاطرة وبالتالي تنخفض قيمة حقوق الدائنين بسبب زيادة المخاطرة الكلية في المؤسسة[11].

كما أن جزءا كبيرا من قيمة المؤسسة يتكون من أصول غير مادية متمثلة في الفرص الاستثمارية المتاحة لها في المستقبل. فإذا كان لدى المؤسسة ديونا حالية مضمونة بأصول مادية، وتتوفر للإدارة حرية الارتباط بهذه الفرص الاستثمارية المربحة فإنها قد ترفض

الاستثمار فيها إذا كانت المزايا الناتجة عنها سيحصل عليها حملة السندات الحاليين[12].

أيضا إذا قامت المؤسسة بإصدار سندات جديدة تم تحديد قيمتها على أساس أنها لن تقوم بتغيير سياسة توزيع الأرباح ، فقيمة هذه السندات ستنخفض لو قامت إدارة المؤسسة بزيادة الأرباح الموزعة على المساهمين تم تمويلها من خلال تخفيض حجم الاستثمارات فيها إلى الحد الذي تقوم فيه ببيع أصولها وتوزيع حصيلتها على المساهمين. باعتبارها أفضل وسيلة للتخلص من عبء الديون أي توزيع جميع أصولها في شكل أرباح على المساهمين وترك المؤسسة للدائنين.

ب– بالنسبة للقرارات التمويلية: فيلاحظ أنه إذا قامت المؤسسة بإصدار سندات جديدة، وتم تحديد قيمتها على أساس أنها لن تصدر سندات أخرى. فإن قيمتها ستنخفض لو قامت المؤسسة بإصدار سندات أخرى لها نفس درجة أولوية السندات الأولى أو تزيد عنها، أو إصدار سندات لاستبدالها بجزء من حقوق الملكية لأن أصحاب الديون سوف يعانون من سوء وضعهم إذا لم يكن هناك ما يكفي من أصول لمقابلة الديون الجديدة. وبالتالي تصبح الديون الأصلية أكثر خطرا بدون مقابل مما يسبب انخفاضا في أسعارها. في حين يستفيد أصحاب حقوق الملكية من المزايا الضريبية الناتجة من هذا الاستبدال في هيكل تمويل المؤسسة[13].

وتجدر الإشارة إلى أنه إذا واجهت المؤسسة صعوبة مالية يبدأ المساهمون في التخلي عن الهدف العام (تحقيق أقصى قيمة سوقية كلية للمؤسسة) من خلال إتباعهم لأساليب تحقق مصلحتهم ولو كانت على حساب الدائنين تتمثل في[14]:

– سحب أموالهم في شكل توزيعات نقدية مما يؤدي إلى انخفاض قيمة أسهمهم في السوق، هذا الانخفاض قد يكون أقل من مبلغ التوزيعات المدفوع لهم . لأن جزءا من هذا الانخفاض في قيمة المؤسسة يتحمله الدائنون؛

– الاستدراج التدريجي للدائنين في المؤسسة ، حيث تقوم إدارة المؤسسة بإصدار كمية محدودة من السندات شبه المضمونة ، ثم فجأة تصدر كميات كبيرة من الديون، الأمر الذي يحول جميع ديون المؤسسة إلى ديون خطرة وبالتالي يحقق الدائنون القدامى خسائر رأسمالية تمثل مكاسب للمساهمين؛

– التخطيط لكسب الوقت ، لأنه عندما تقع المؤسسة في أزمة مالية فإن الدائنين يرغبون في تصفيتها بسرعة ، غير أن المساهمين يرغبون في تأخير حدوث هذا إلى أقصى مدة ممكنة فيلجأون إلى الحيل المحاسبية المعروفة لتغيير الصورة الحقيقية لأداء المؤسسة من خلال تخفيض مصاريف الصيانة والبحوث والتطوير أو جعل الإيرادات أكثر من قيمتها الحقيقية.

لذلك نجد اتجاها في نظرية تمويل المؤسسات يعتقد أنه في ظل المسؤولية المحدودة للمساهمين تجاه ديون المؤسسة ، فإن المساهمين بالاتفاق مع إدارة المؤسسة يستطيعون اتخاذ القرارات الاستثمارية والتمويلية الخطرة التي تعمل على نقل الثروة من الدائنين إلى المساهمين. لذلك نجد الدائنين يصرون على النص في عقود القروض أن ترجع المؤسسة إليهم عند اتخاذ القرارات التي تمس مصالحهم، مثل سياسات الاستثمار والإنتاج، سياسات توزيع الأرباح، مصادر التمويل الجديدة، توفير تقارير رقابية للدائنين[15].

وحتى يتأكد الدائنون من عدم إخلال الإدارة بالتزاماتها السابقة، فإنهم يتابعون ما يجري داخلها، وتمثل التكاليف التي يتحملونها عنصرا من عناصر تكاليف الوكالة الناتجة من احتواء هيكل التمويل على الديون. عادة ما يقوم الدائنون بتحميلها إلى الملاك في صورة رفع معدلات الفوائد الأمر الذي يؤدي إلى زيادة معدل العائد المطلوب من طرف الملاك وبالتالي ارتفاع تكلفة الأموال وانخفاض القيمة السوقية للمؤسسة.

ويمكن تلخيص تكاليف الوكالة المصاحبة للقروض التي تحصل عليها المؤسسة في[16]:

– الخسائر في ثروة المؤسسة نتيجة لتأثير الدائنين على قرارات الاستثمار فيها؛

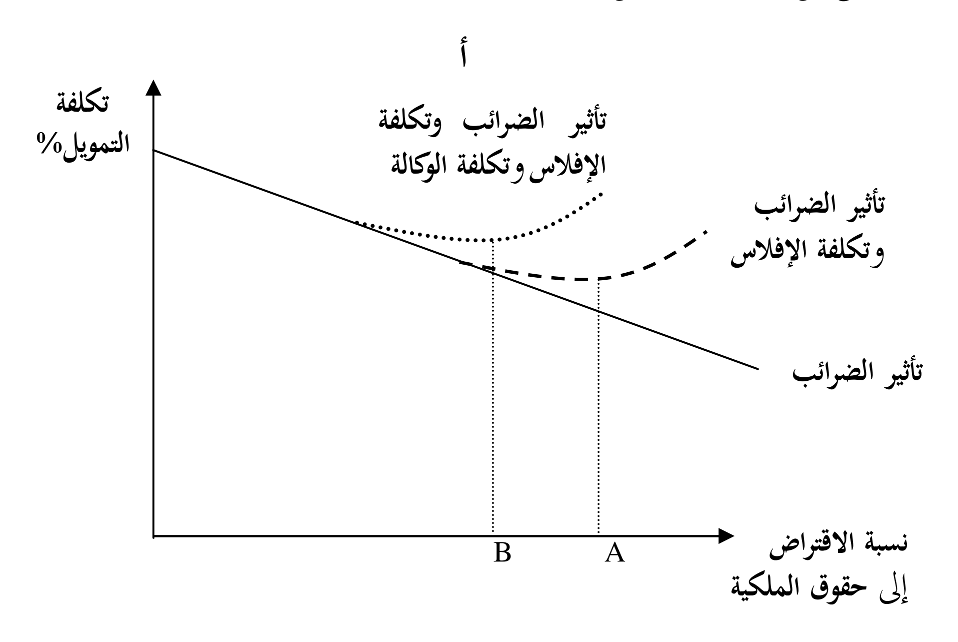
– تكاليف الرقابة التي يتحملها الدائنون للتأكد من عدم إخلال الإدارة بالتزاماتها في عقود الديون؛

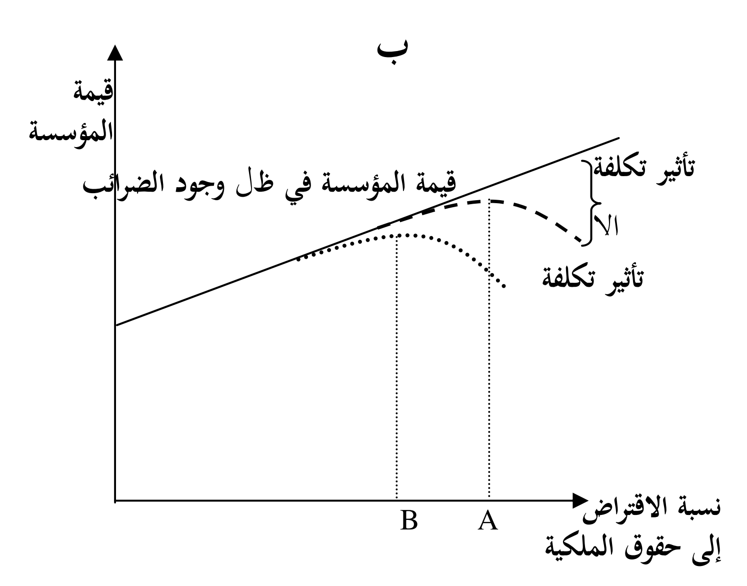
– تكاليف الإفلاس وتكاليف إعادة التنظيم للمؤسسة.

إن إدخال تكلفة الوكالة إلى جانب تكاليف الإفلاس أدى إلى ظهور نظرة جديدة في تحديد هيكل التمويل الأمثل ومن ثم تحديد القيمة السوقية للمؤسسة تحدد مستوى الرافعة المالية الذي تتعادل عنده الوفورات الضريبية مع قيمة كل من تكلفة الإفلاس وتكلفة

الوكالة. ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (04): التأثير المشترك للضرائب وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة على كل من تكلفة التمويل وقيمة المؤسسة[17]





الخاتمة:

تتأثر القرارات التمويلية التي تتخذها المؤسسة الاقتصادية خاصة تلك المتعلقة بالتمويل عن طريق القروض بالعديد من المتغيرات المالية أهمها: الوفورات الضريبية التي تحدثها التشريعات الضريبة على فوائد القروض عند تخفيضها من الربح الخاضع للضريبة، وتكاليف الإفلاس الناتجة عن تزايد الاعتماد على القروض في عملية التمويل وتكاليف الوكالة نتيجة تعارض المصالح بين الإدارة والمساهمين والدائنين.

لذلك ومن خلال دراسة هذه المتغيرات من خلال هذه الورقة البحثية يمكن التوصل إلى النتائج التالية:

1- لوجود قيود السوق غير التام مثل تكاليف الإصدار للأسهم والسندات، الضرائب على دخل المؤسسة والمستثمرين، تكاليف الإفلاس والوكالة وعدم تماثل المعلومات من شأنه التأثير على القرارات التمويلية؛

2- في حالة وجود الضريبة الشخصية على دخل المستثمرين لا يكون للهيكل التمويلي في حالة التوازن أي تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة حتى في ظل خضوع دخل المؤسسة للضريبة؛

3- إن إدخال تكلفة الوكالة إلى جانب تكاليف الإفلاس أدى إلى ظهور نظرة جديدة في تحديد هيكل التمويل الأمثل ومن ثم تحديد القيمة السوقية للمؤسسة تحدد مستوى الرافعة المالية الذي تتعادل عنده الوفورات الضريبية مع قيمة كل من تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة.

الهوامش

[1]- جمال بدير علي الخولي، محددات الهيكل التمويلي للمنشآت الصناعية بالقطاعين العام والخاص، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة ، جامعة عين شمس، القاهرة، مصر، 1995، ص30.

[2]- Hisham Gharaibeh, Basil Al-Najjar, Determinants of Capital Structure: Evidence from JordanianData, Jordan Journal of Business Administration, Volume 3, No.2, 2007.

[3]- Teulié Jacques , Topsacalian Patrik , Finance , Carlo Descamps , France , 1994, P.326

[4]- جمال بدير علي الخولي، مرجع سابق، ص 32.

[5]- نفس المرجع، ص 33.

[6]- نفس المرجع، ص35.

[7]- محمود محمد عبد الهادي صبح، تقييم الآثار الاستثمارية والتمويلية والاقتصادية لاستخدام أسلوب المتاجرة على الملكية، أطروحة دكتوراه، كلية التجارة، جامعة عين شمس، القاهرة، مصر، 1988، ص 13.

[8]- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999، ص 253.

–Teulié Jacques , Topsacalian Patrik , Op Cit., p328

[9]- جميل جابر علاونة، بناء وهيكلة رأس مال الشركات المساهمة العامة الفلسطينية غير المالية، أطروحة دكتوراة، كلية الدراسات العليا جامعة النيلين، جمهورية السودان، 2004، ص 40.

[10]- جمال بدير علي الخولي، مرجع سابق، ص41.

[11]- إسماعيل يونس إبراهيم يامين، تأثير سياسة تعويم سعر الفائدة على إستراتيجية الهيكل التمويلي للشركات المساهمة، دراسة ميدانية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للفترة ما بين 1990–1999، أطروحة دكتوراه، كلية الدراسات العليا، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، 2002، ص 46.

[12]- محمود محمد عبد الهادي صبح، مرجع سابق، ص 16.

[13]- جمال بدير علي الخولي، مرجع سابق، ص 19.

[14]- محمود محمد عبد الهادي صبح، مرجع سابق، ص 18.

[15]- مؤيد محمد علي الفضل، العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وقيمة الشركة، دراسة حالة في الأردن، مجلة آفاق اقتصادية، المجلد 28، العدد 112، اتحاد غرف التجارة والصناعة، الإمارات العربية المتحدة، 2007.

[16]- نفس المرجع، ص 19.

[17]- من إنجاز الباحث.